

管理层股权与公司绩效关系不同研究结果探因

孙 波

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘 要] 自 Jensen 和 Meckling(1976)后,大量关于管理层股权与公司绩效关系的实证研究得到的却是不同的结果。本文对其原因进行了分析,分析结果表明:对管理层和管理层股权的界定不同、对公司绩效的测度不同、所采用的解释变量不同,将导致不同的管理层股权与公司绩效关系的实证研究结果;在管理层股权是内生变量的情况下,使用单方程模型应用最小二乘法(OLS)所得到的管理层与公司绩效之间的相关关系是一种伪相关的关系。

[关键词] 管理层股权;公司绩效;内生性

[中图分类号] F121.26 [文献标识码] A [文章编号] 1006-5024(2004)05-0013-03

一、问题的提出

Berly 和 Means(1932)提出:“当公司股权比较分散使得公司股东无法保证管理层按公司价值最大化的原则行事时,如果管理层只持有少量的公司股份,那么公司的资产可能被管理层用于谋取私利而不是股东的利益”。沿着 Berly 和 Means(1932)的思路,Jensen 和 Meckling(1976)最早开始了对管理层股权与公司绩效关系的研究。自 Jensen 和 Meckling(1976)以后,众多的学者对管理层股权与公司绩效关系的问题进行了大量的实证性研究,但得到的却是不同的管理层股权与公司绩效的关系。一些研究认为管理层股权影响公司绩效(Morck, Shleifer, Vishny, 1988; McConnell 和 Servaes, 1990);然而,Agarwal 和 Knoeber(1996);Cho(1998);Himmelberg, Hubbard 和 Palia(1999);Demsetz 和 Villalonga(2001)的研究却得出管理层股权与公司绩效之间不存在系统相关关系的结论。管理层股权与公司绩效到底是相关还是不相关,即管理层股权是否对公司绩效有影响呢?对这一问题的回答,无论是在理论上还是在实践上都对完善我国上市公司的公司治理结构具有重要意义。而要回答这一问题,首先必须确定关于管理层股权与公司绩效关系的不同实证研究结果所产生的原因。与众多关于管理层股权与公司绩效关系的研究相比,剖析不同实证研究结果产生原因的研究可以说是少之又少,本文将试图填补这一研究缺口。

二、管理层股权与公司绩效关系相关实证研究综述

1. 管理层股权对公司绩效有显著影响的实证研究

Morck, Shleifer, Vishny(1988)以美国 1980 年“财富 500”的 371 个公司为研究样本,采用托宾 Q 值测度公司绩效,对

研究样本的横截面数据进行分段回归来研究管理层股权与公司绩效间的关系,发现管理层股权与公司绩效之间存在显著的非单调线性关系:当管理层股权介于 0% 和 5% 之间时,公司绩效随管理层股权的增加而提高;当管理层股权介于 5% 和 25% 之间,公司绩效随管理层股权的增加而下降;当管理层股权超过 25% 时,公司绩效随管理层股权的增加而提高。McConnell 和 Servaes(1990)使用 1976 年和 1988 年两个不同时期的 1000 多个公司的横截面数据对管理层股权与公司绩效的关系进行研究,研究结果也发现管理层股权对公司绩效有显著影响。Holderness, Kroszner 和 Sheehan(1999)的研究结果支持了 Morck, Shleifer, Vishny(1988)、McConnell 和 Servaes(1990)的发现。Barnhart 和 Rosenstein(1998);Hermalin 和 Weisbach(1991)以纽约证券交易所(NYSE)的 142 个上市公司为研究样本,使用滞后公司绩效一期的管理层股权数据研究管理层股权与公司绩效的关系,研究结果发现:当管理层股权处在 0% 和 1% 之间时,公司绩效随管理层股权的增加而提高;在 1% 和 5% 之间,公司绩效随管理层股权的增加而下降;在 5% 和 20% 之间,公司绩效再次随管理层股权的增加而提高;而当管理层股权超过 20%,公司绩效随管理层股权的增加而下降。Chung 和 Pruitt(1996)的实证研究发现,不仅管理层股权显著地影响公司绩效,同时公司绩效也对管理层股权有显著的影响,即管理层股权与公司绩效是双向影响的关系;当管理层股权增加 1%,公司的 Q 值增加 0.997%,而当 Q 值增加 1%,管理层股权增加 1.003%。Agarwal 和 Knoeber(1996)的研究也得到管理层股权与公司绩效相互影响的结论。

2. 管理层股权与公司绩效无关的实证研究

Demsetz(1983)认为公司的所有权结构(ownership struc-

[收稿日期] 2004-02-11

[作者简介] 孙波(1966-),男,辽宁营口人,厦门大学管理学院企业管理专业博士研究生,研究方向为证券与投资。

ture) 是反映股东影响及股票市场交易影响的决策的内生结果, 不管是分散还是集中, 公司的所有权结构只受到股东价值最大化的影响, 因此, 公司的所有权结构与公司绩效之间不存在系统的相关关系, 为此, Demsetz 和 Lehn(1985) 以 1980 年美国 511 家公司为研究样本, 对各种股权集中度进行回归, 发现管理层股权与公司绩效之间不存在显著的相关关系。尽管 Agarval 和 Knoeber(1996) 的研究发现管理层股权与公司绩效之间存在相互影响的关系, 但是当把除管理层股权外的其它公司治理机制作为解释变量加入到公司绩效的回归方程时, 研究结果发现管理层股权与公司绩效之间的显著相关关系消失了。在假定管理层股权影响公司绩效的同时, 公司绩效也对管理层股权产生影响的前提下, Loderer 和 Martin(1997) 使用联立方程模型研究了管理层股权与公司绩效关系的问题, 研究结果发现公司管理层股权对公司绩效的虚弱的影响也消失了。Loderer 和 Martin(1997) 的研究表明, 即使在管理层股权与公司绩效之间存在相关关系, 那么也是公司绩效影响管理层股权, 而不是管理层股权影响公司绩效的关系。Cho(1998) 研究了管理层股权、投资及公司绩效之间的相互关系, 尽管在单方程模型下得到管理层股权与公司绩效之间存在相关关系的结论, 但是与 Loderer 和 Martin(1997) 的研究一样, 当使用联立方程模型时, Cho(1998) 的研究结果表明是公司绩效影响管理层股权, 而管理层股权对公司绩效没有影响。

三、不同实证研究结果的原因分析

1. 管理层和管理层股权的界定不同、对公司绩效的测度不同以及所采用的解释变量不同, 导致不同的实证研究结果

首先, 关于管理层股权与公司绩效关系的不同实证研究对管理层的界定不同, 例如 Zhou(2001)、Chung 和 Pruitt(1996)、Hermalin 和 Weisbach(1988) 等将管理层界定为公司的 CEO; Morck, Shleifer, Vishny(1988) 将管理层界定为公司的董事会成员; 而 Himmelberg, Hubbard 和 Palia(1999) 将管理层界定为公司的内部人(insiders), 包括公司的高管人员和董事会成员; Demsetz 和 Villalonga(2001) 则将管理层界定为公司董事会成员、CEO 和其它高管人员; 其他的研究, 如 Agrawal 和 Knoeber(1996)、Cho(1998) 等, 没有对管理层进行明确的界定, 只是将管理层笼统地称为公司的管理者(manager)。根据委托代理理论, 公司的董事会成员扮演的是双重角色, 对公司的股东来说, 他们是代理人, 而对公司的 CEO 等纯粹管理人员来说, 他们又是委托人, 因此公司的董事会成员与公司的 CEO 等纯粹管理人员所代表的利益是不同的, 同等数量的公司股份对公司的董事会成员与公司的 CEO 等纯粹管理人员的激励程度是不同的, 而且在公司重大决策方面公司董事会成员与公司的 CEO 等纯粹管理人员所起的作用也是不同的, 因此, 公司董事会成员与公司的 CEO 等纯粹管理人员对公司绩效的作用也必将不同, 所以对管理层的界定不同将

导致不同的管理层股权与公司绩效关系的结论。

其次, 关于管理层股权与公司绩效关系的不同实证研究对管理层股权的界定也存在差异。Zhou(2001)、Chung 和 Pruitt(1996)、Hermalin 和 Weisbach(1988)、Morck, Shleifer, Vishny(1988) 等的实证研究将管理层股权界定为股票所有权(stock ownership), 即管理层所持有的股份占公司总股份的比例; 而在 Barnhart 和 Rosenstein(1998) 等的研究中, 管理层股权界定除了股票所有权以外, 还包括股票期权(stock option)。

根据 Sanders(2001) 的研究, 股票所有权和股票期权的风险——报酬特征不同, 存在不对称风险效应, 因此这两种不同性质的股权对公司管理层的激励作用是不同的, 股票所有权将使公司管理层更趋于风险回避, 而股票期权将导致公司管理层追求风险, 因而股票所有权和股票期权对公司绩效的影响也是不同的。由此可以看出, 对管理层持有的股权的界定不同将导致不同的管理层股权与公司绩效关系的实证研究结果。

第三, 在管理层股权与公司绩效关系的实证研究中, 对公司绩效的测度也存在一定的差异。在 Demsetz 和 Lehn(1985) 的研究中, 对公司绩效的测度采用的是 ROA 会计指标; 而在 Morck, Shleifer, Vishny(1988)、MeConnell 和 Servaes(1990) 等的研究中, 对公司绩效的测度采用的是托宾 Q 市场指标。使用会计指标还是市场指标来测度公司绩效, 将导致不同的管理层股权与公司绩效关系的实证研究结果, 因为会计指标与市场指标有以下两方面的差异: 首先是时间方面的差异, 表现为会计指标是事后指标而市场指标是事前指标; 其次是谁来测度公司绩效的差异, 会计指标是会计师根据会计准则来完成的, 而市场指标是投资者根据其心理预期来完成的, 因此使用会计指标测度公司绩效其随意性相比使用市场指标而言要小。

第四、管理层股权只是公司治理结构中激励机制的一种形式, 在公司治理结构中还存在其它诸如董事会、公司控制权市场、经理人市场等的监督和激励机制形式。公司治理结构中的各种监督激励机制是相互依赖和相互制约的, 因此管理层股权对公司绩效的影响同时受公司治理结构中其它监督激励机制的影响。根据 Fama(1980)、Jensen 和 Ruback(1983)、Har(1983) 的研究, 即使公司管理层只持有小部分公司股权, 诸如经理人市场、公司控制权市场和产品市场也将迫使公司管理层按照公司价值最大化的原则行事。因此, 在研究管理层股权与公司绩效关系时, 解释变量设置的不同将导致不同的研究结果。例如 Agarval 和 Knoeber(1996) 的研究发现如果只使用管理层股权作为解释变量研究其与公司绩效之间的关系, 得到的是管理层股权影响公司绩效的结论, 而当把董事会和公司控制权市场等其它公司治理机制作为解释变量加入到公司绩效的回归方程时, 管理层股权与公司绩效之间不再具有统计上的相关关系。

2. 在管理层股权是内生变量的情况下, 使用单方程模型

应用最小二乘法(OLS)所得到的管理层与公司绩效之间的相关关系,是一种伪相关的关系

Morck, Shleifer, Vishny(1988)、Meconell 和 Servaes(1990)等研究将管理层股权作为外生变量来考虑,而 Cho(1998)、Himmelberg, Hubbard 和 Palia(1999)及 Demsetz 和 Villalonga(2001)的研究则认为管理层股权是一个内生的变量,而这种对管理层股权是内生变量还是外生变量的认识不同也是导致管理层股权与公司绩效关系的不同实证研究结果的一个主要原因,因为在管理层股权是内生变量的情况下,使用单方程模型应用最小二乘法(OLS)所得到的管理层与公司绩效之间的相关关系,是一种伪相关的关系。

当把管理层股权作为一个外生变量来研究管理层股权与公司绩效关系时,所采用的计量模型通常可以简化表述为如下的单方程回归模型 $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 M_{it} + \alpha_2 O_{it} + \omega_{it}$

上式中, P_{it} 代表第 i 个公司在 t 时刻的绩效, M_{it} 代表第 i 个公司在 t 时刻的管理层股权, O_{it} 是第 i 个公司在 t 时刻的其他影响公司绩效的因素, ω_{it} 代表干扰项, $E(\omega_{it}) = 0$, $VAR(\omega_{it}) = \sigma^2$ 。

上述的单方程回归模型的一个隐含假设是: M_{it} 与影响公司绩效的其他因素 O_{it} 相互独立,即 $cov(M_{it}, \omega_{it}) = 0$ 。

而如果将管理层股权视为内生变量,则不仅管理层股权对公司绩效产生影响,而且公司绩效也对管理层股权产生影响。根据委托代理理论,委托人通常通过设计激励合约(incentive contracts)来解决代理人的道德风险问题,由于委托人无法观测到代理人的行为,所以委托人往往根据代理人的绩效(performance)来决定代理人的报酬,即公司的股东在激励合约中是根据公司的绩效来确定管理层股权 M_{it} 的,以使管理层按照公司价值最大化的目标采取行动。假定 O_{it} 是除公司绩效外其它影响管理层股权的因素,并且公司绩效 P_{it} 和其它因素 O_{it} 对 M_{it} 的影响是线性的,可得到如下的激励合约方程:

$$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it} + \beta_2 O_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中: $E(\varepsilon_{it}) = 0$, $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$

给定上述的激励合约,管理层选择其最优努力水平,得到公司的绩效 P_{it} ,假定 P_{it} 同样受到 O_{it} 的影响,而且这种影响关系是线性的,可得到 Morck, Shleifer, Vishny(1988)、Meconell 和 Servaes(1990)等使用的公司绩效方程:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 M_{it} + \alpha_2 O_{it} + \omega_{it} \quad (2)$$

其中: $E(\varepsilon_{it}) = 0$, $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$

将方程(2)代入方程(1)得到如下方程:

$$M_{it} = \frac{\beta_0 + \beta_1 \alpha_0}{1 - \beta_1 \alpha_1} + \frac{\beta_2 + \beta_1 \alpha_2}{1 - \beta_1 \alpha_1} O_{it} + \frac{\beta_1}{1 - \beta_1 \alpha_1} \omega_{it} + \frac{1}{1 - \beta_1 \alpha_1} \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在方程(3)中, M_{it} 与 ω_{it} 的协方差为:

$$\begin{aligned} cov(M_{it}, \omega_{it}) &= E[M_{it} - E(M_{it})](\omega_{it} - E(\omega_{it})) \\ &= E\left(\frac{\beta_1}{1 - \beta_1 \alpha_1} \omega_{it}^2 + \frac{1}{1 - \beta_1 \alpha_1} \varepsilon_{it} \omega_{it}\right) = \frac{\beta_1}{1 - \beta_1 \alpha_1} \sigma_{\omega}^2 \neq 0 \end{aligned}$$

由 $cov(M_{it}, \omega_{it}) \neq 0$ 可知,方程(2)中的 M_{it} 与 ω_{it} 是相关的。根据统计学原理,在管理层股权是内生变量的前提下,对方程(2)应用最小二乘法(OLS),得到的参数估计结果将是有所偏的和不一致的。因此,可以得出结论,当管理层股权是一个内生的变量时,使用单方程模型 $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 M_{it} + \alpha_2 O_{it} + \omega_{it}$ 应用最小二乘法(OLS)所得到的管理层与公司绩效之间的相关关系将是一种伪相关的关系。

四、结论与启示

自 Jensen 和 Meckling(1976)以后,大量对管理层股权与公司绩效关系的实证研究所得到的却是不同的研究结果,一些实证研究认为管理层股权与公司绩效之间存在线性相关关系、一些实证研究认为管理层股权与公司绩效之间存在非线性相关关系、还有一些实证研究认为管理层股权与公司绩效之间不存在相关关系。产生这些不同实证研究结果的原因,主要在于:对管理层和管理层股权的界定不同、对公司绩效的测度不同、所采用的解释变量不同以及对管理层股权的内生性的认定不同。在管理层股权是内生变量的前提下,使用单方程模型应用最小二乘法(OLS)所得到的管理层股权与公司绩效之间的相关关系,将是一种伪相关的关系。

本文的研究结果启示我们:在进行管理层股权与公司绩效之间关系的研究之前,首先应确定管理层股权的属性,即管理层股权是内生的还是外生的变量;其次,管理层股权对公司绩效的影响受到诸如经理人市场(Fama, 1980)、公司控制权市场(Jensen 和 Ruback, 1983)和产品市场(Hart, 1983)等其它公司治理机制的影响,因此完善我国上市公司的治理机制不应仅局限于管理层激励机制方面,还应建立健全各种管理层监督机制,尤其应尽快建立和完善公司董事会的内部监督机制和经理人市场及公司控制权市场等外部监督机制。

参考文献:

- [1] Agrawal, A. and Knoeber Ch. R. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders". [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 31. 3 (1996) 377 - 397.
- [2] Barnhart, Sc, W., and Rosenstein, St. "Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis". [J]. Financial Review 33. 4 (1998) 1 - 16.
- [3] Cho, Myeong - Hyeon. "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis". [J]. Journal of Financial Economics. 47 (1998) 103 - 121.
- [4] Chung, K. H., and Pruitt St. W. "executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework". [J]. Journal of Banking and Finance. 20 (1996) 1135 - 1159.

[责任编辑:昱文]